

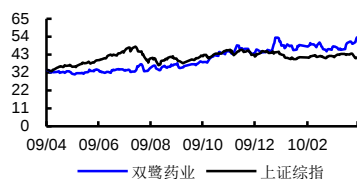
动态报告

医药保健
制药与生物
双鹭药业(002038)
谨慎推荐
09 年报点评

(下调评级)

2010 年 4 月 22 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	53.90
总股本/流通 A 股(百万股)	251.50/205.95
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	13,555.63/11,100.58
上证综指/深圳成指	3,033.28/11,766.82
12 个月最高/最低 (元)	53.90/31.15

财务数据

净资产值(百万元)	1,021.96
每股净资产(元)	4.06
市净率	13.26
资产负债率	4.56%
息率	0.37%

相关研究报告:

《双鹭药业: Q4 单季收入恢复两位数增长》——2010-2-9

《双鹭药业: 参股卡文迪许》——2009-12-21

《双鹭药业: 股权激励第二期行权》——2009-12-3

分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

Sac 执业证书编号: S0980209080405

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

Sac 执业证书编号: S0980207050195

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩低于预期, 期待下半年

●全额计提投资损失致 09 业绩低于预期

公司 09 年实现收入 3.9 亿元, 同比增长 8.94%; 归属母公司股东净利润 2.44 亿元, 同比增长 12%, 实现 EPS0.98 元/股, 低于公司之前 09 业绩快报披露的 1.04 元/股。其中主要是年报中突然增加了对亿事达投资全额计提的资产减值。分配预案为每 10 股派发现金红利 2 元 (含税)。

●10Q1 业绩增长 20%, 证券投资收益影响负面

10Q1 公司实现收入 8970 万元, 同比增长 18.5%, 归属母公司股东的净利润 5616 万元, 同比增长 20.2%。实现 EPS0.22 元, 明显低于我们 0.29 元/股的预测。差异主要在于当期公司仍未合并任何参股企业如普仁鸿的投资收益, 而我们的预测对此有所考虑。扣除证券投资收益后的营业利润同比增长 31%。

●单季收入增速逐步恢复

分板块看, 09 年制药业务收入增长 8.11%, 技术转让业务收入增长 20%。整体看, 和 08 全年收入大幅增长 51%相比, 09 年收入增长率为个位数, 增速明显放缓。但从逐季情况看, 2009Q1~2009Q4 单季收入同比增速分别为 20%、-2%、3%、20%, 逐步恢复。09 年整体毛利率 82.8%, 同比下降 3.7 个百分点, 主要和贝科能销售基本没有增长, 比重下降有关。

●期待下半年业绩较好体现, 下调评级至“谨慎推荐”

股权激励第三批行权预计在下半年, 公司释放业绩保留, 可能会负面影响市场预期。下调 10-11 年 EPS 至 1.34、1.67 元/股 (原为 1.47、1.88 元/股, 下调幅度 8.8%、11%), 并首次预计 2012 年 EPS1.99 元/股, 三年同比增长分别为 38%、25%、19%。其中, 我们已在业绩快报点评时指出 2010 年业绩可能在下半年、特别是 4 季度才可能比较充分体现。10-11PE40X、32X, 目前股价已经进入我们前期报告中给予的 53-56 元目标价区间, 下调至“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	358.00	390.02	495	619	755
(+/-%)	50.72%	8.94%	27.0%	25.0%	22.0%
净利润(百万元)	217.86	244.10	337	420	501
(+/-%)	61.62%	12.05%	37.9%	24.8%	19.3%
每股收益 (元)	0.88	0.97	1.34	1.67	1.99
EBIT Margin			68.8%	69.7%	71.9%
净资产收益率 (ROE)	28.65%	25.28%	27.3%	26.7%	25.4%
市盈率 (PE)	61.46	55.51	40.3	32.3	27.0
EV/EBITDA			38.5	30.4	24.2
市净率 (PB)	17.61	14.03	11.0	8.6	6.9

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	418	573	814	1089	营业收入	390	495	619	755
应收款项	122	109	136	166	营业成本	67	70	89	109
存货净额	24	14	18	22	营业税金及附加	5	5	6	8
其他流动资产	173	223	279	340	销售费用	14	15	17	19
流动资产合计	759	940	1245	1616	管理费用	64	65	75	77
固定资产	102	142	171	199	财务费用	(7)	(6)	(8)	(11)
无形资产及其他	34	33	32	31	投资收益	11	15	20	24
投资性房地产	53	53	53	53	资产减值及公允价值变动	5	5	0	0
长期股权投资	72	120	130	140	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1020	1289	1632	2038	营业利润	263	367	460	579
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	10	10	10	10
应付款项	12	12	15	19	利润总额	273	377	470	589
其他流动负债	20	20	24	27	所得税费用	29	40	50	88
流动负债合计	32	32	40	46	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	244	337	420	501
其他长期负债	5	5	5	5					
长期负债合计	5	5	5	5					
负债合计	37	37	44	50					
少数股东权益	18	17	17	16					
股东权益	966	1235	1571	1972					
负债和股东权益总计	1020	1289	1632	2038					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	244	337	420	501
资产减值准备	6	(6)	0	0
折旧摊销	12	12	15	19
公允价值变动损失	(5)	(5)	0	0
财务费用	(7)	(6)	(8)	(11)
营运资本变动	(139)	(33)	(79)	(89)
其它	(6)	6	(0)	(1)
经营活动现金流	112	311	356	431
资本开支	(19)	(40)	(43)	(46)
其它投资现金流	(10)	0	22	0
投资活动现金流	(84)	(88)	(31)	(56)
权益性融资	9	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(50)	(67)	(84)	(100)
其它融资现金流	60	0	0	0
融资活动现金流	(30)	(67)	(84)	(100)
现金净变动	(3)	155	240	275
货币资金的期初余额	421	418	573	814
货币资金的期末余额	418	573	814	1089
企业自由现金流	91	243	278	347
权益自由现金流	151	248	286	356

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.97	1.34	1.67	1.99
每股红利	0.20	0.27	0.33	0.40
每股净资产	3.84	4.91	6.25	7.84
ROS	63%	68%	68%	66%
ROE	25%	27%	27%	25%
毛利率	83%	86%	86%	86%
EBIT Margin	62%	69%	70%	72%
EBITDA Margin	65%	71%	72%	75%
收入增长	9%	27%	25%	22%
净利润增长率	12%	38%	25%	19%
资产负债率	5%	4%	4%	3%
息率	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%
P/E	55.5	40.3	32.3	27.0
P/B	14.0	11.0	8.6	6.9
EV/EBITDA	53.8	38.5	30.4	24.2

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	彭怡萍			
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13480668226			13801832154			13701099132	
	shaoyf@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
林 莉	0755- 82133197		郑 毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13824397011			13795229060			13810118116	
	Linli2@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		黄胜蓝	021-60875173		焦 骥	010-82254202	
	18925287888			13761873797			13601094018	
	wanghaow@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
甘 墨	0755-82133456		刘 塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	15013851021			13817906789			13691229417	
	ganmo@ guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				